

ІНСАЙДЕРСЬКА ІНФОРМАЦІЯ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

Стаття присвячена дослідженню міжнародного досвіду регулювання використання інсайдерської інформації в операціях з цінними паперами. В роботі проводиться аналіз законодавства США, країн ЄС та Росії з питань інсайдерства. На основі проведеного аналізу автори формують пропозиції щодо удосконалення державного регулювання інсайдерської інформації в Україні.

Інсайдерська діяльність та маніпулювання ринком перешкоджають повній та належній прозорості ринку, яка є необхідною умовою для діяльності усіх учасників економічних відносин на фінансових ринках.

Дослідження даної проблеми є досить актуальним, оскільки породжені використанням інсайдерської інформації нерівні можливості для інвесторів негативно впливають на економіку і суспільство: довіра інвесторів до ринку знижується, обсяги інвестицій зменшуються, від чого емітенти одержують менше капіталу, а ринок страждає від низької капіталізації та нестабільності. Через ці негативні наслідки використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів багатьох розвинених країн розглядається як правопорушення, проте в Україні на законодавчому рівні приділено недостатньо уваги вирішенню даної проблеми.

У зв'язку з розбудовою ринкової економіки в Україні, перед вітчизняною наукою стоїть завдання створити належну основу для ефективного функціонування і розвитку ринку цінних паперів. Зарубіжні дослідники приділяють питанням використання інсайдерської інформації значно більше уваги, особливо у США, де починаючи з 1960-х років воно не перестає бути предметом палких дискусій. Згодом, ця проблема стала актуальною і для європейських науковців, які зробили вагомий внесок у розвиток і систематизацію підходів до регулювання використання інсайдерської інформації. Проблеми регу-

лювання використання інсайдерської інформації досліджують як зарубіжні, так і вітчизняні науковці, зокрема: Г.Ассман (Assman), Е.Бредлі (Bradley), М.Клок (Klock), Г.Лінч (Lynch), В.Глушков, Д.Денков, С.Кавун, П.Коваленко, Д.Леонов, В.Саєнко, І.Сорбат, О.Шаповалов, П.Шевченко, тощо.

Мета даного дослідження полягає в аналізі питань регулювання використання інсайдерської інформації як частини комплексу заходів з державного регулювання ринку цінних паперів зарубіжних країн та України, визначенні суті регуляторної політики з питань використання інсайдерської інформації, розробці пропозицій щодо удосконалення вітчизняного законодавства.

Відповідно до поставленої мети, у статті проаналізовано законодавство, що регулює використання інсайдерської інформації, зокрема, окремі нормативно-правові акти США – країни, що має багаторічний досвід протидії порушенням на фондовому ринку; Директиви Європейського Союзу, зважаючи на процеси євроінтеграції в Україні; а також законодавство Росії у цій сфері, оскільки рівень розвитку фондового ринку та проблема використання інсайдерської інформації в операціях з цінними паперами мають спільні риси з вітчизняним ринком. Зокрема, досвід регулювання інсайдерської діяльності є корисним, особливо в контексті розробки рекомендацій для вітчизняних законотворців в контексті уникнення помилок при ідентифікації інсайдерів тощо.

Аділья Баторшина,
к. е. н., доцент
кафедри міжнародних фінансів
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

Лариса Діденко,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Регулювання питань використання інсайдерської інформації в США.

США – країна, що має одну з найдавніших історій розвитку фондового ринку, зокрема і регулювання інсайдерської інформації.

Жоден з нормативних актів, які діють у США, не містить визначення інсайдерської торгівлі та меж забороненої діяльності. Позиція SEC¹ з цього питання зводиться до того, що законодавче закріплення такого визначення є недоцільним, оскільки це може дозволити певним учасникам ринку знаходити і безкарно використовувати прогалини у законодавстві.

В загальних рисах під інсайдерською торгівлею у США розуміють «торгівлю цінними паперами на основі істотної неоприлюдненої інформації». Чітка характеристика підстав притягнення до відповідальності за незаконну інсайдерську торгівлю у США значно ускладнюється наявністю кількох підходів до регулювання інсайдерської торгівлі. Донедавна більшість федеральних судів у США притримувались теорії «фидуціарних зобов'язань», згідно з якою інсайдер може бути притягнутий до відповідальності тільки якщо він є довіреною особою або агентом свого контрагента. Лише в 1990-х роках у прецедентах закріпилась більш широка теорія «незаконного привласнення», ставлення Верховного Суду США до якої все ще залишається неоднозначним [13, с. 10].

До відповідальності за незаконне використання інсайдерської інформації у США можуть притягуватись не лише класичні корпоративні інсайдери (працівники емітента, які мають доступ до інсайдерської інформації у силу виконання своїх обов'язків), але також і інші особи, які одержали інформацію від інсайдерів («вторинні інсайдери»). Серед розмаїття санкцій за незаконні інсайдерські операції виділяються унікальні приватно-правові засоби захисту порушених прав (як правило, це - відшкодування збитків), які у континентальних системах права вважаються недоцільними у цьому випадку [8].

Закон «Про фондову біржу» 1934 року регулює питання інсайдерської

торгівлі безпосередньо у розділі 16(б) і опосередковано у розділі 10 (б), а саме:

- розділ 16 (б) забороняє одержання короткострокового прибутку (прибутку за будь-який період, що менше 6 місяців) інсайдерами корпорації на акції цієї корпорації, крім певних випадків, кількість яких є досить обмеженою. Ця заборона застосовується до директорів або посадових осіб корпорації та акціонерів-власників 10%. Прибуток, одержаний у зазначений спосіб, належить корпорації.

- Розділ 10 (б) забороняє будь-якій особі використовувати або застосовувати у зв'язку з купівлею або продажем будь-якого цінного паперу, що зареєстрований на національній фондовій біржі, або будь-яких цінних паперів, що не зареєстровані у зазначений спосіб, будь-які засоби маніпуляції або обману з порушенням правил, які SEC може встановлювати для реалізації розділу 10 (б).

Ці широкі норми проти шахрайства забороняють займатися шахрайством або перекрученням інформації стосовно купівлі або продажу цінного паперу. Хоча в цих розділах інсайдерська торгівля окремо не згадується, згідно з нормами, які містяться у них, суди на SEC розробили теорії відповідальності за інсайдерську торгівлю.

Теорії відповідальності за інсайдерську торгівлю:

1. Традиційна теорія. Відповідно до традиційної теорії відповідальність може поширюватись і на сторони, які отримують доступ до корпоративної інформації в силу спеціальних конфіденційних відносин з корпорацією і яких не можна не вважати типовими інсайдерами корпорації. Таких осіб іноді називають «тимчасовими інсайдерами». Типовими тимчасовими інсайдерами є юристи, бухгалтери, інвестиційні банкіри, фінансові консультанти, а також фінансові аналітики, які працюють на рейтингові агентства.

Так, SEC згодом доповнила розділ 14 (е) Закону «Про фондову біржу» правилом 14-е3, в якому заборонила будь-якій особі здійснювати торгівлю на основі суттєвої непублічної інформації щодо тендерних пропозицій, якщо такій особі відомо, що інформація на-

¹ SEC (The United States Securities and Exchange Commission) - Комісія з цінних паперів і бірж США.

дійшла від інсайдера. Метою цього правила було скасувати вимогу щодо існування обов'язку у випадку тендерних пропозицій, коли інсайдерська торгівля є найбільш привабливою і має особливо негативні наслідки.

Відповідно до законодавства та традиційної теорії, відповідальність поширюється і на так званих «проінформованих осіб». Проінформованою особою вважається будь-яка особа, якій стає відомою суттєва не публічна інформація від інсайдера корпорації. Відповідальність проінформованої особи схожа з відповідальністю інсайдера. Можна навіть сказати, що проінформована особа «успадковує» фідучіарний обов'язок інсайдера. Проінформована особа може нести відповідальність тільки у випадку, якщо вона знала або повинна була знати про те, що інсайдер, розкриваючи відповідну інформацію, діяв неналежним чином.

2. Теорія про незаконне володіння інформацією. Згідно з теорією про незаконне володіння інформацією, особа є винною в шахрайських діях з цінними паперами, порушуючи цим свої зобов'язання відносно роботодавця, або будь-якої іншої особи, що не є емітентом цінних паперів, якщо вона використовує згадану інформацію під час операцій з цінними паперами та передає інформацію іншим. На відміну від традиційної теорії, шахрайство з цінними паперами може мати місце навіть якщо правопорушник не має жодних зобов'язань перед акціонерами компанії-емітента, або взагалі не пов'язаний з ними. Відповідно до теорії про незаконне володіння, особу, яка провадить операції з цінними паперами на основі істотної інформації, що не була опублікованою і отримана від іншої особи, можна звинуватити в інсайдерській торгівлі.

Існуюча у Сполучених Штатах Америки модель заборони зловживань з використанням інсайдерської інформації при торгівлі цінними паперами (*insidertrading*), що базується на загальній забороні «шахрайських дій» і неефективних для даних відносин принципах фідучіарної (заснованої на порушенні відносин довіри) відповідальності, які змушені розвиватись через судові прецеденти у новітніх «теоріях відповідальності», не може бути

використана Україною як модель для запозичення через невиправдану складність і нестабільність. Однак, корисним є вивчення принципів регулювання використання інсайдерської інформації, підходів до визначення поняття інсайдерська інформація, методів виявлення і розслідування правопорушень в США [4, с. 155].

До того, як інсайдери почнуть здійснювати операції на основі істотної інформації, остання повинна бути розкрита настільки, щоб вона була доступна інвесторам. Тому інсайдер не має права змагатися у швидкості зі слухачами першого оголошення. Він зобов'язаний дочекатися того часу, коли новина об'єктивно може з'явитися у широкодоступних засобах масової інформації.

Види інсайдерів. При наявності правопорушення суди враховують особливості статусу інсайдера, зокрема те, чи є він працівником емітента, інвестиційним аналітиком, чи одержав інформацію у ході виконання своїх трудових обов'язків тощо. У зв'язку з цим, інсайдерів у літературі прийнято поділяти на групи. Розрізняють первинних, вторинних, корпоративних, тимчасових інсайдерів, контролюючих осіб тощо.

• *Первинні інсайдери.* Насамперед до інсайдерів належать особи, які мали доступ до інсайдерської інформації внаслідок займаної ними посади або існування певних відносин з емітентом. Як правило, це посадові особи емітента, юридичні та фізичні особи, що знаходяться з останнім у трудових, договірних або інших ділових відносинах, та державні службовці, коло обов'язків яких передбачає доступ до інсайдерської інформації. Часто до інсайдерів відносять акціонерів, які володіють великими пакетами акцій (як правило, 10 і більше відсотків голосуючих акцій), за умови, що вони мали доступ до інсайдерської інформації завдяки володінню пакетами акцій. Посадових осіб емітента інколи називають корпоративними або класичними інсайдерами, а консультантів, аудиторів, адвокатів та інших осіб, які надають послуги емітенту і можуть на законних підставах одержувати важливу корпоративну інформацію, – *тимчасовими інсайдерами*. На останніх поширюються ті ж обмеження, що й на звичайних

корпоративних: вони не мають права здійснювати операції з цінними паперами на основі одержаної неоприлюдненої інформації і передавати її іншим особам.

- *Вторинні інсайдери.* Обмеження кола відповідальних осіб лише первинними інсайдерами давало б змогу легко уникати відповідальності шляхом здійснення операцій через членів родини, інших споріднених осіб чи просто змовників. Тому заборона поширюється також на осіб, які володіють інсайдерською інформацією і знають або повинні були б знати, що вона виходить від інсайдера (їх часто називають вторинними інсайдерами). До цієї категорії крім співучасників інсайдера належать особи, які заволоділи інсайдерською інформацією протиправним шляхом (наприклад, викравши документи з сейфа керівника) або випадково (підслухавши телефонну розмову між директорами емітента). При цьому важливо довести, що вони знали або повинні були б знати, що джерелом інформації є інсайдер. За цим критерієм, наприклад, не є протиправним продаж акцій особою, яка бачила пожежу у приміщенні емітента або почула про таку пожежу від особи, яка не є інсайдером.

- *Контролюючі особи.* Відповідальність контролюючої особи була запроваджена Законом про примусове виконання щодо інсайдерської торгівлі та шахрайства з цінними паперами. До цього відповідальність юридичної особи за інсайдерську торгівлю наставала лише у тому разі, якщо вона сама здійснювала операції з цінними паперами або передавала інсайдерську інформацію. З 1988 р. контролюючі особи (ними можуть бути інвестиційні або консалтингові фірми та інші роботодавці, а також довірителі) зобов'язані забезпечувати додержання законодавчого припису, який забороняє здійснення інсайдерської торгівлі їх працівниками, і можуть нести відповідальність у разі умисного або необережного порушення цього обов'язку [5, с. 360].

Розслідування правопорушень. Притягнення до відповідальності інсайдерів, особливо вторинних, можливе лише після проведення дуже складної доказової роботи. Адже виявити інсайдерські правопорушення, на перший

погляд, майже неможливо, не кажучи вже про доведення вини інсайдера у суді. Для цього SEC вживає низку заходів, які дозволяють відслідковувати підозрілі операції і перевіряти їх законність. Як правило, SEC одержує інформацію про інсайдерську торгівлю у такі способи:

- 1) повідомлення інформаторів стосовно: анонімних дзвінків, професійних учасників ринку, ображених співробітників та конкурентів;

- 2) нагляд за ринком, а саме:

- а) саморегулювні організації (CPO) – подають до SEC інформацію про випадки підозрілої торгівлі, часто у формі детальної звітності про проведені розслідування, в тому числі копії матеріалів;

- б) аналіз торгів на ринку, що проводить SEC – співробітники стежать за рівнем ринкової активності в режимі «он-лайн», використовують публікації провідних періодичних видань. Залежно від отриманих доказів, штат SEC може негайно відкрити процес дізнання по справі для того, щоб краще ознайомитись з інформацією або розпочати розслідування.

Сучасне правове регулювання інсайдерської діяльності в Євросоюзі.

Одним із основних принципів існування прозорого та ефективного фондового ринку, який покликаний забезпечити рівні можливості для всіх інвесторів, є заборона використання інсайдерської інформації, зокрема при укладенні угод купівлі-продажу цінних паперів.

Ринки ліквідних (transferable) цінних паперів відіграють важливу роль у Євросоюзі як для окремих фінансових компаній, так і для економіки в цілому. Вартість цінних паперів є чинником, що визначає розвиток ринку кредитів. Високе зростання капіталів обумовлено ефективністю і прозорістю фінансових ринків. Стійке зростання фінансових ринків і зміцнення довіри інвесторів на цих ринках обумовлюють економічний добробут у ЄС. Зловживання на ринку (marketabuse) не тільки не можуть сприяти збільшенню вартості компаній, але й завдають шкоди єдності фінансових ринків, втрачається довіра інвесторів в операціях з цінними паперами та деривативами.

Зловживання на ринку виникають в умовах, коли інвестори позбавляються переваг в отриманні інформації через таких осіб, які:

- використовують привселюдно нерозкрити інформацію в особистих цілях або для третіх осіб;
- порушують механізм ціноутворення фінансових інструментів;
- поширюють помилкову інформацію.

Така поведінка порушує принцип забезпечення рівних можливостей для всіх інвесторів, зокрема:

- за умовами доступу до інформації. Інсайдери мають конфіденційну інформацію. Угоди, що укладені з використанням такої інформації, завдають економічної шкоди інформаційним аутсайдерам;

- за умовами ціноутворення. Чесні ціни – це результат аналізу інвестором привселюдно розкритої інформації. Ціни в умовах маніпуляцій створюють переваги винятково для самих маніпуляторів, але завдають збитку всім іншим інвесторам;

- за умовами походження опублікованої інформації. Розповсюджена свідомо помилкова інформація може ввести інвесторів в оману [8, с. 213].

Існують два види зловживання на ринку: інсайдерська діяльність і ринкове маніпулювання (marketmanipulation). Колишню Директиву про інсайдерську діяльність 89/592/ЄС було прийнято понад 20 років тому. З того часу в Європейському законодавстві про фінансові ринки відбулися значні зміни, тому Директиву об'єктивно потрібно було привести у відповідність або скасувати у зв'язку з прийняттям нового правового акта. У 2001 р. стало очевидно, що Європейське законодавство про єдиний ринок є неповним, тому що:

- на загальноєвропейському рівні були відсутні загальні положення про заборону ринкового маніпулювання. Директива 89/592/ЄС обмежувалася заборонаю на зловживання інсайдерської інформації;

- на рівні держав-членів ЄС існувала величезна кількість норм про зловживання на ринку. Законодавчі вимоги в різних країнах між собою відрізнялися. У законодавстві деяких країн були відсутні норми про заборону ринково-

го маніпулювання. Не завжди було зрозуміло, на кого покладено обов'язки з нагляду за такою діяльністю.

В цей час на ринку цінних паперів почали з'являтися нові продукти і технології, зросла кількість деривативів, з'явилося більше учасників на ринках, набула розвитку транскордонна торгівля цінними паперами. Ці інновації розширили коло способів і можливостей для ринкового маніпулювання. Наприклад, поява мережі Інтернет, як масового засобу обміну інформацією, збільшило ризик поширення свідомо помилкової інформації.

З метою забезпечення безпеки єдиного Європейського фінансового ринку, 28 січня 2003 р. прийнято нову Директиву 2003/6/ЄС «Про інсайдерську діяльність і ринкове маніпулювання (зловживання на ринку)» [14]. В новій Директиві було уніфіковано національні законодавства, уточнено поняття інсайдерської діяльності, з'явилося поняття ринкового маніпулювання, було уточнено вимогу щодо розкриття інформації. На виконання Директиви 2003/6/ЄС в Євросоюзі прийнято й інші нормативні акти, зокрема, Директива 2003/124/ЄС і Директива 2003/125/ЄС від 22 грудня 2003 р., Постанова Комісії² № 2273/2003 від 22 грудня 2003 р. і Директива 2004/72/ЄС від 29 квітня 2004 р.

Директива 2003/6/ЄС визначає інсайдерську інформацію як привселюдно не розкрити, що відноситься до одного чи декількох емітентів фінансових інструментів або до одного чи декількох таких інструментів, які у випадку розкриття неодмінно вплинуть на котирування таких фінансових інструментів або відповідних деривативів (п. 1 ст. 1). Також у цій директиві подається визначення ринкового маніпулювання, що означає:

- угоди або доручення на їхнє здійснення, що містять свідомо помилкову інформацію про вартість фінансових інструментів або ті, що забезпечують штучне маніпулювання цінами на фінансові інструменти особою або групою осіб, які вважаються такими доти, доки особи, які беруть участь в угоді або віддають доручення, не доведуть, що вони діяли на законних підставах відповідно до звичаїв ділового обігу (marketpractices);

² Європейська комісія – вищий орган виконавчої влади в ЄС.

- угоди або доручення на їхнє здійснення, що містять фіктивні кошти або обман (orcontrivance);

- поширення особою помилкової інформації, у тому числі чуток через ЗМІ, Інтернет, якщо особа знала або повинна була знати, що інформація, яку вона публікує, є помилковою [14].

Сферу застосування Директиви 2003/6/ЄС було розширено: ліквідні (transferable) цінні папери замінювалися на фінансові інструменти. Таким чином, інсайдерська інформація не обмежується відтепер тільки даними про цінні папери емітента, але містить у собі відповідні деривативи.

Обмеження і заборони. Використання інсайдерської інформації полягає у придбанні або розпорядженні (disposal) фінансовими інструментами особою, яка знала чи зобов'язана знати, що така інформація належить до інсайдерської. Стаття 2 Директиви 2003/6/ЄС визначає коло осіб, відповідальних за зловживання інсайдерською інформацією:

- членство в органі управління або нагляду емітента;

- участь у статутному капіталі емітента;

- доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з посадою або професією;

- здійснення кримінально-карної діяльності.

У випадку, якщо особою стає юридична особа, то до відповідальності також притягають фізичних осіб, які приймають рішення в такій юридичній особі (п. 2 ст.2) [14].

На виконання Директиви 2003/6/ЄС, Директива 2004/72/ЄС (ст.1, пп. а),- б) визначає категорію осіб, які здійснюють управлінські функції емітента. До них належать:

- члени органу управління або нагляду емітента;

- найвищі посадові особи, не зазначені в п. 1, які на постійній основі мають доступ до інсайдерської інформації емітента і наділені владними повноваженнями щодо прийняття стратегічних рішень емітента.

Директива 2004/72/ЄС також зобов'язує, щоб інформація про осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації, розкривалася у спеціальних інсайдерських списках. До останніх пред'являються вимоги щодо їхнього регулярного відновлення і публічної

доступності протягом 5 років з дати складання або відновлення (ст. 5). Всі угоди осіб, що здійснюють управлінські функції емітента, підлягають обов'язковому нагляду з боку компетентного органа держави-члена ЄС, за винятком угод, вартість яких, не перевищує 5000 євро на кінець року (ст. 6) [16].

Виключення з правил. До інсайдерської діяльності не належить використання інсайдерської інформації про компанію при визначенні ціни пропозиції для цілей поглинання останньої, злиття з нею або встановлення іншої форми контролю (п. 29 преамбули Директиви 2003/6/ЄС). Ця Директива також не поширює свою дію на операції, що були вчинені і опосередковано мали вплив на здійснення грошової, валютної політики і політики з управління державним боргом державою-членом ЄС, Європейською системою Центральних банків, національним Центральним банком або іншим уповноваженим на те органом чи особою. Держави-члени ЄС мають право поширити це положення на свої суб'єкти федерації і такі місцеві утворення в частині управління місцевим боргом (ст. 7).

Уповноважений орган. З метою здійснення нагляду за виконанням положень Директиви 2003/6/ЄС, а також для здійснення міжнародного співробітництва в кожній державі має бути утворено єдиний компетентний орган (п. 36 Преамбули). Стаття 12 наділяє останнього широкими наглядовими і слідчими повноваженнями, зокрема:

- мати доступ і одержувати копії будь-якого документа емітента в будь-якій формі;

- вимагати інформацію й, у разі потреби, допитувати будь-кого, включаючи осіб, які здійснюють передачу вимог клієнта на здійснення операцій на ринку або самі ці операції, а також їхніх клієнтів;

- здійснювати виїзні перевірки;

- вимагати дані про телефонні розмови й інші випадки передачі інформації;

- накладати мораторій на певний вид діяльності, заборонений Директивою [14].

Зазначені повноваження можуть здійснюватися як одноосібно, так і в співробітництві з іншими органами або учасниками ринку, бути делеговані ос-

таннім, а також судом.

Розкриття інформації (ст. 6 Директиви 2003/6/ЄС). Держави-члени ЄС зобов'язані забезпечити дотримання вимог щодо негайного розкриття інсайдерської інформації емітентами. Зокрема, необхідно, щоб емітент у визначений термін розкрив таку інформацію на своїй сторінці в мережі Інтернет. Емітент або уповноважена ним особа, яка повідомила інсайдерську інформацію третій особі в порядку своєї трудової або службової діяльності, зобов'язана розкрити таку інформацію привселюдно негайно, якщо вона діяла навмисно і протягом певного часу, якщо вона діяла ненавмисно. Ці правила не поширюються на осіб, які одержали таку інформацію у зв'язку з виконанням посадових та інших фідучіарних обов'язків, що визначені у законі, підзаконному акті, локальних актах або договорах [14].

Директива 2003/125/ЄС вимагає від держав-членів забезпечити гарантію розкриття особами, які пропонують рекомендації і прогнози щодо вартості фінансових інструментів, усіх зв'язків і відносин, що свідчать про конфлікт інтересів і можуть послабити об'єктивність цих рекомендацій (ст. 5). У випадку поширення рекомендацій і прогнозів, отриманих від третіх осіб, особа зобов'язана вказати джерело інформації (ст. 7). Якщо інформація, отримана від третіх осіб, зазнала змін, про цю обставину необхідно повідомити. При декількох змінах напрямку торговельної стратегії, рекомендації (наприклад, «купувати» на «тримати» або «продавати» чи навпаки) положення цієї Директиви поширюються на осіб, які були джерелом такої рекомендації (producer) і поширили її (disseminator) (ст. 8) [14].

Як бачимо, в нормативно-правових актах ЄС особливу увагу приділяють ідентифікації осіб, що можуть бути інсайдерами, що має важливе практичне значення для боротьби зі злочинним використанням інсайдерської інформації для правоохоронних органів.

Регулювання інсайдерської діяльності в Росії.

27 липня 2010 року Президентом РФ був підписаний і з 27 січня 2011 року вступив в силу Федеральний закон «Про

протидію неправомірному використанню інсайдерської інформації та маніпулюванню ринком і про внесення змін в окремі законодавчі акти Російської Федерації». Ідея прийняття цього Закону не є новою для Росії, оскільки законопроект обговорювався близько десяти років.

Перш за все, Закон про інсайдерську інформацію спрямований на встановлення на російському фондовому ринку правил, за якими «грають» розвинені країни світу уже не одне десятиліття. За цим Законом під інсайдерською інформацією розуміють «точну і конкретну інформацію, яка не була розповсюджена або надана (в тому числі відомості, що є комерційною, службовою, банківською таємницею або таємницею зв'язку (в частині інформації про поштові перекази грошових засобів) та іншу таємницю, що охороняється цим Законом), розповсюдження або надання якої може призвести до значного впливу на ціни фінансових інструментів, іноземної валюти і (або) товарів, і яка відноситься до інформації, що включена у відповідний перелік інсайдерської інформації» [2].

Як бачимо, визначення «інсайдерської інформації» в даному Законі представлено в загальному значенні. Можливо, за цих обставин на ФСФР³ покладається обов'язок затвердити перелік інформації, яка може бути визнаною як інсайдерська. Також перелік інсайдерської інформації повинен бути самостійно розроблений і затверджений деякими інсайдерами. Фактично, без даного переліку, затвердженого ФСФР, Закон буде фактично недіючою нормою, і застосовувати його на практиці буде неможливо. Коли з'явиться перелік інсайдерської інформації – спрогнозувати важко. Однак, як показує практика ФСФР (наприклад, після прийняття поправок в Федеральний закон «Про ринок цінних паперів» в частині, що дозволяє обіг цінних паперів іноземних емітентів на російському фондовому ринку) для розробки такого переліку потрібен буде певний час. Окрім того, Закон містить багато посилань, зокрема окрім зазначених вище правил, ФСФР зобов'язана підготувати документ, що підтверджує порядок і строки розкриття інсайдерської інформації тощо.

³ Федеральна служба з фінансових ринків.

Перелік інсайдерів, тобто осіб, які володіють інсайдерською інформацією, встановлений ст. 4 Закону про інсайдерську інформацію. Незважаючи на те, що він сформульований як вичерпний, насправді коло інсайдерів вкрай широкий. Інсайдерами можуть бути фізичні та юридичні особи, а також органи державної влади та місцевого самоврядування.

Зміст ст. 4 Закону про інсайдерську інформацію дозволяє розділити інсайдерів на три групи: «первинні» інсайдери, «вторинні» інсайдери та інсайдери-фізичні особи. До перших належать:

- емітенти емісійних цінних паперів та керуючі компанії;
- господарючі суб'єкти, що займають домінуюче положення на ринку певного товару в географічних межах РФ;
- організатори торгів, клірингові організації, а також депозитарії та кредитні організації, що здійснюють розрахунки за результатами угод, укладених через організаторів торгів;
- професійні учасники ринку цінних паперів та інші особи, які здійснюють в інтересах клієнтів операції з фінансовими інструментами, іноземною валютою і (або) товарами, які отримали інсайдерську інформацію від клієнтів;
- федеральні органи виконавчої влади, виконавчі органи державної влади суб'єктів Російської Федерації, органи місцевого самоврядування, інші органи чи організації, виконують функції зазначених органів, органи управління державних позабюджетних фондів, що мають відповідно до Федеральних законів та інших нормативних правових актів РФ право розміщувати тимчасово вільні кошти у фінансові інструменти, Банк Росії.

До «вторинних» інсайдерів можна віднести осіб, перелічених у пп. 5, 6, 8, 10-12 ст. 3 Закону про інсайдерську інформацію. Зазначені особи мають доступ до такої інформації внаслідок того, що входять до органів управління «первинного» інсайдера, є його власником або діють на підставі договору з ним.

Окрему групу представляють фізичні особи, які мають доступ до інсайдерської інформації «первинних» і «вторинних» інсайдерів (крім органів публіч-

ної влади) на підставі трудових і (або) цивільно-правових договорів.

Закон про інсайдерську інформацію не уточнює, чи необхідно, щоб посадові чи договірні обов'язки таких фізичних осіб відносились до діяльності фінансового ринку. З цього можна зробити висновок, що інсайдером є будь-яка фізична особа, що уклала трудовий і (або) цивільно-правовий договір. Таким чином, для того, щоб кваліфікувати фізичну особу як інсайдера, потрібно встановити юридичний зв'язок (наявність трудового і (або) цивільно-правового договору) між ним і «первинним» або «вторинним» інсайдером.

Для попередження зловживань на організованих торгах в формі неправомірного використання інсайдерської інформації та (або) маніпулювання ринком, Закон наводить перелік тих, які можуть бути визнані маніпулюванням ринку. Зокрема, до маніпулювання ринком відноситься навмисне розповсюдження через ЗМІ, у т.ч. через електронні, інформаційно-телекомунікаційні мережі, доступ до яких не обмежений певним колом осіб, новин, в результаті яких ціна, попит, пропозиція чи обсяги торгів фінансовим інструментом, іноземною валютою чи товаром відхилилася від рівня чи підтримувалась на рівні, який суттєво відрізняється від рівня, що сформувався би без розповсюдження таких даних.

Більше того, ЗМІ, що розповсюдили таку інформацію, повинні повідомити ФСФР дані про інсайдера, який розкрив їм таку інформацію. Вимоги повідомляти дані про інсайдера розповсюджуються як на видання, так і на головних редакторів і журналістів.

Інсайдерська інформація в законодавстві України.

Не дивлячись на те, що законодавством нашої держави передбачено визначення «інсайдерської інформації», все ж аби задовольнити потреби вітчизняного бізнесу одного визначення і кількох статей в Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» замало.

22 квітня 2011 р., у зв'язку з підписанням ЗУ «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації», до ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» було внесено зміни,

відповідно до яких: «інсайдерська інформація – неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених цим Законом». Іншими словами, це та інформація, яка всупереч принципу рівності ринкових можливостей дозволить на короткий проміжок часу і на шкоду іншим учасникам фондового ринку значно збільшити свій капітал на спекулятивних операціях із цінними паперами конкретного емітента внаслідок передбачуваного зростання їх вартості або, навпаки, не втратити свої вкладення через неминуче найближчим часом падіння їх вартості.

Крім того, у ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» термін «інсайдер» було замінено терміном «особа, яка володіє інсайдерською інформацією».

Органом, який визначає, яка саме інформація належить до інсайдерської, є Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку (надалі – Комісія). Так, з метою запобігання зловживань обмеженим колом осіб, які володіють ще не оприлюдненою інформацією та використовують її при купівлі та продажу цінних паперів, 21 листопада 2006 р. Комісія прийняла Рішення № 1344, яким віднесла до інсайдерської інформації (до моменту її офіційного оприлюднення):

1. Відомості, що містяться в річній інформації про емітента:

- господарська та фінансова діяльність емітента;
- річна фінансова звітність.

2. Відомості, що містяться в квартальній інформації про емітента:

- господарська та фінансова діяльність емітента;
- квартальна фінансова звітність.

3. Відомості про особливу інформацію про емітента:

- прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу;
- прийняття рішення про викуп власних акцій;

- факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі;

- отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25 відсотків активів емітента;

- зміна складу посадових осіб емітента;

- зміна власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій;

- рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв;

- рішення вищого органу емітента про зменшення статутного капіталу;

- рішення вищого органу емітента про припинення або банкрутство емітента.

Сама ідея віднесення інформації до інсайдерської шляхом прийняття підзаконного акту має доцільність, адже неможливо передбачити всі можливі прецеденти в одному Законі. Хоча перелік, наведений у Рішенні № 1344, є дещо неповним, адже охоплює не більше чверті інформації, яка фактично є інсайдерською⁴.

В сучасному законодавстві України криміналізовано поняття про інсайдерську торгівлю та злочини, пов'язані з нею. Зокрема, в Кримінальному кодексі України (ККУ) з'явилася ст. 232-1 «Незаконне використання інсайдерської інформації», яка, згідно з останніми змінами у законодавстві щодо інсайдерської інформації, містить зокрема такі положення:

— «1. Умисне незаконне розголошення, передача або надання доступу до інсайдерської інформації, а так само надання з використанням такої інформації рекомендацій стосовно придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), якщо це призвело до отримання особою, яка вчинила зазначені дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, - караються штрафом від семисот п'ятдесяти до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів грома-

⁴ Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації» від 04.02.2011, № 7330/П.

дян, з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого».

— «2. Вчинення з використанням інсайдерської інформації на власну користь або на користь інших осіб правочинів, спрямованих на придбання або відчуження цінних паперів чи похідних (деривативів), яких стосується інсайдерська інформація, якщо це призвело до отримання особою, яка вчинила зазначені дії, чи третіми особами необґрунтованого прибутку в значному розмірі, або уникнення учасником фондового ринку чи третіми особами значних збитків, або якщо це заподіяло значну шкоду охоронюваним законом правам, свободам та інтересам окремих громадян або державним чи громадським інтересам, або інтересам юридичних осіб, - карається штрафом від семисот п'ятдесяти до двох тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян або обмеженням волі на строк до трьох років, або позбавленням волі на строк до двох років, з позбавленням права обіймати певні посади або займатися певною діяльністю на строк до трьох років або без такого».

Дані положення щоразу потребують посилання на ст. 44 «Інсайдерська інформація» Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Більше того, ані комерційна таємниця, ані конфіденційна інформація не є тотожними інсайдерській інформації, бо значна частина інсайдерської інформації може підлягати розголошенню через вимоги щодо розголошення регулярної і особливої інформації про діяльність емітента. Однак, інформація, яка підлягає розголошенню, не може становити комерційну таємницю або конфіденційну інформацію [10, с. 56].

Під особами, які вчинили дії, передбачені вищевикладеними положеннями ст. 232-1 ККУ, розуміються:

а) посадові особи емітента, у тому числі ті, які були посадовими особами емітента на момент ознайомлення з інсайдерською інформацією;

б) особи, які мають доступ до інсайдерської інформації у зв'язку з виконанням ними трудових (службових) обов'язків або договірних зобов'язань незалежно від відносин з емітентом, у

тому числі співробітники професійних учасників фондового ринку;

в) державні службовці, яким відома інсайдерська інформація внаслідок виконання ними посадових (службових) обов'язків;

г) особи, які ознайомилися з інсайдерською інформацією неправомірним шляхом;

д) аудитори, нотаріуси, експерти, оцінювачі, арбітражні керуючі або інші особи, які виконують надані законом публічні повноваження.

Висновки і пропозиції.

Беручи до уваги досвід міжнародних ринків з питань регулювання використання інсайдерської інформації та враховуючи сучасну вітчизняну нормативно-правову основу боротьби з інсайдерською торгівлею, вважаємо за доцільне виокремити наступні аспекти подальшого розвитку державного регулювання інсайдерської інформації в Україні:

- конкретизація поняття «особа, яка володіє інсайдерською інформацією» та розробка методики ідентифікації таких осіб;

- оптимізація порядку правового регулювання використання інсайдерської інформації в операціях з цінними паперами, зокрема шляхом розробки та прийняття окремого закону про інсайдерську інформацію;

- виокремлення та конкретизація джерел інформації щодо порушення законодавства, що регулює інсайдерську торгівлю;

- вивчення та імплементація міжнародного досвіду проведення розслідувань за звинуваченнями у інсайдерській торгівлі з метою підвищення ефективності юридичної відповідальності за використання інсайдерської інформації в операціях з цінними паперами;

- розробка методики визначення відомостей, які відносяться до інсайдерської інформації. На основі цієї методики відповідні особи (органи, організації) затверджують перелік інсайдерської інформації.

Саме за такого підходу, використовуючи досвід розвинених країн, Україна має унікальну можливість не повторювати помилки, які пройшли у своєму розвитку інші країни, а одразу будувати свій ринок цінних паперів за кращими європейськими та світовими зразками.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV.
2. Федеральный закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 27.07.2010 г.
3. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про визначення інформації, яка належить до інсайдерської» від 21.11.2006 р. № 1344.
4. Инсайдерская лихорадка [Текст] // КомпьютерПресс. - 2008. - № 10. - С. 154-155.
5. Дементьева А.Г. Инсайдерская модель корпоративного управления: современные особенности и тенденции развития / А. Г. Дементьева // Менеджмент сегодня. - 2010. - № 6. - С. 354-369.
6. Кавун С.В., Сорбат И.В. Инсайдерство – проблема экономической безопасности в условиях реформирования экономики Украины / С. В. Кавун, И. В. Сорбат // Актуальні проблеми економіки. - 2009. - № 4. - С. 91-97.
7. Шаповалов А. Использование информации об инсайдерских сделках в процессе принятия инвестиционных решений на фондовом рынке // Рынок ценных бумаг. - 2006. - № 17. - С. 56-58.
8. Леонов Д.А., Львовичкин С.В., Хоружий С.Г. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: Монографія / За наук.ред. В.М. Федосова – К.: УІРФ, 2008. – 848 с.
9. Саєнко В.В. Регулювання торгівлі цінними паперами на основі інсайдерської інформації // Підприємство, господарство і право. - 1999. - №2. - С. 52 - 55.
10. Саєнко В.В. Економічні передумови і доцільність правового регулювання інсайдерської торгівлі // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка, Юридичні Науки. 2000. - №40. - С. 50 - 55.
11. Доля А. Топ 10 инсайдерских инцидентов 2006 года / А. Доля // Компьютер Пресс. - 2007. - № 3. - С. 25-28.
12. Шевченко П., Денков Д. Фондовый рынок - znovu обман? / П. Шевченко, Д. Денков // Фондовый рынок. - 2011. - № 1. - С. 4-6.
13. Глушков В.О., Коваленко П.М. Шахрайство на фінансових ринках у біржовій торгівлі: правовий та кримінологічний аналіз / В. О. Глушков, П. М. Коваленко. - К. : Ін Юре, 2008. – 280 с.
14. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96, 12.4.2003 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0006:BG:HTML>
15. Commission Directive 2003/124/EC of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation) [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?val=287312:cs&lang=bg&list=518925:cs,287312:cs,&pos=2&page=1&nbl=2&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu=#texte>.
16. Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers' transactions and the notification of suspicious transactions) [Електронний ресурс] - Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:06:07:32004L0072:BG:PDF>.

РІПНУ